

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Tinjauan Pustaka

Bab ini menguraikan tentang investasi, saham, teori efisiensi pasar modal dan implikasi pasar modal, anomali pasar, landasan teori dan hipotesis.

1. Pengertian Investasi

Investment can be defined as the commitment of funds to one or more assets that will be held over some future time period (Jones, 2004). Tujuan investasi adalah untuk meningkatkan kesejahteraan investor. Kesejahteraan dalam hal ini adalah kesejahteraan moneter yang bisa diukur dengan penjumlahan pendapatan saat ini ditambah nilai sekarang pendapatan pada masa yang akan datang.

Investasi secara umum dapat dibedakan dalam dua bentuk, yaitu investasi yang ditanamkan dalam bentuk *asset* tetap maupun *asset* finansial khususnya sekuritas yang bisa diperdagangkan. Ada beberapa alasan mengapa investor melakukan investasi antara lain adalah (Tendelilin, 2001):

- a. untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak dimasa yang akan datang;
- b. mengurangi tekanan inflasi;
- c. dorongan untuk menghemat pajak.

2. Saham

Saham adalah salah satu bentuk sekuritas yang menyatakan kepemilikan atas perusahaan dalam bagian tertentu sesuai dengan besarnya kepemilikan atas perusahaan dalam bagian tertentu sesuai dengan besarnya kepemilikan saham perusahaan, tanpa dipengaruhi oleh batasan waktu sehingga saham bernilai sepanjang perusahaan masih beroperasi / belum dinyatakan bubar (Bambang Riyanto, 1996).

Atas investasi yang ditanamkan, perusahaan memberikan dividen bagi pemegang saham setiap tahunnya sebagai dari keuntungan yang diperoleh perusahaan. Dengan membeli saham berarti investor tersebut percaya pada prospek perusahaan kepercayaan juga diberikan pada manajemen perusahaan untuk mengelola modal yang telah ditanamkan agar memberikan nilai tambah yang besar bagi perusahaan dan meningkatkan nilai sahamnya, sehingga investor juga memperoleh saham dari peningkatan harga saham perusahaan. *Capital gain* adalah keuntungan yang diperoleh dari selisih harga jual dan harga beli sebagai akibat dari fluktuasi harga saham.

3. *Return* dan Resiko.

a. *Return*.

Investasi yang dilakukan investor bertujuan untuk mendapatkan keuntungan pada masa yang akan datang. Dalam konteks manajemen keuangan tingkat keuntungan yang diperoleh dari investasi disebut sebagai

return. *Return* dapat dibedakan menjadi *return* yang diharapkan (*expected return*) dan *return* realisasi (*realized return*). *Return* yang diharapkan merupakan tingkat *return* yang diprediksi investor akan terjadi di masa yang akan datang. Sedangkan *return* realisasi adalah tingkat *return* yang benar-benar terjadi.

b. Resiko.

Dalam melakukan investasi, ada hal lain yang perlu dipertimbangkan selain *return*, yaitu resiko. Resiko dapat diartikan sebagai kemungkinan *return* aktual atau *return* realisasi menyimpang dari *return* yang diharapkan. Pada umumnya, semakin besar tingkat resiko semakin besar pula tingkat yang diharapkan. Investor yang rasional akan menuntut *return* yang lebih besar jika resiko yang dihadapi juga semakin besar.

4. Efisiensi Pasar Modal

Dewasa ini, konsep efisiensi pasar modal masih banyak diperdebatkan, yang diakibatkan adanya perbedaan pemahaman mengenai konsep efisiensi pasar modal antara praktisi dan sebagian akademisi. Para praktisi menganggap efisiensi pasar modal berkaitan dengan kemampuan pasar memberikan biaya-biaya yang minimal, sedangkan sebagian kalangan akademisi menyatakan efisiensi pasar modal berkaitan dengan perubahan harga dan munculnya informasi baru. Informasi adalah data yang telah diolah menjadi sebuah bentuk yang berarti bagi penerimanya dan bermanfaat dalam mengambil keputusan saat ini atau mendatang (Suad Husnan, 1996). Definisi pasar modal yang efisien adalah pasar yang harga

sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan secara tetap dan akurat (Jones, 2004). West (1975) membedakan internal dan eksternal efisiensi. *External efficiency* menunjukkan bahwa pasar berada dalam keadaan keseimbangan sehingga keputusan perdagangan saham berdasarkan informasi yang tersedia di pasar dan tidak bias memberikan tingkat keuntungan di atas tingkat keuntungan keseimbangan. *Internal efficiency* menunjukkan bahwa pasar modal tersebut hanya menunjukkan harga yang “benar”, tetapi juga memberikan berbagai jasa yang diperlukan para pembeli dan penjual dengan biaya serendah mungkin.

Menurut Jones (2004) efisiensi pasar modal dapat dibagi menjadi tiga tingkatan, yaitu:

1. Efisiensi dalam bentuk lemah (*Weak form efficiency*)

Salah satu tipe informasi paling tradisional yang digunakan untuk memprediksi harga saham adalah informasi tentang harga dan *return* saham di masa lalu. Pengujian hipotesis efisiensi pasar modal adalah dengan menguji pemanfaatan data harga saham. Apabila hipotesis ini benar, maka harga masa lalu tidak berhubungan dengan masa yang akan datang. Implikasi bagi investor adalah mereka tidak dapat mendapatkan keuntungan di atas normal dengan menggunakan peraturan perdagangan berdasarkan pada masa di waktu lampau.

2. Efisiensi dalam bentuk setengah kuat (*Semi-strong form efficiency*)

Tingkatan efisiensi pasar modal yang lebih komprehensif mensyaratkan harga saham tidak hanya mencerminkan harga pada masa lalu, namun juga

telah mencerminkan informasi yang dipublikasikan. Jenis informasi ini antara lain berupa pengumuman laba dan dividen, pengembangan produk baru, kesulitan keuangan maupun pengumuman *stock splits*, pengujian hipotesa dapat dilakukan dengan pengujian *log time* dalam penyesuaian harga terhadap pengumuman suatu informasi. Apabila investor masih mungkin mendapatkan *abnormal return* setelah suatu informasi menjadi milik publik, maka pasar modal tersebut belum mencapai tingkatan efisiensi setengah kuat.

3. Efisiensi dalam bentuk kuat (*strong form efficiency*)

Pada kondisi ini harga saham telah mencerminkan semua informasi, baik yang dipublikasikan maupun informasi yang tidak diketahui umum. Beberapa pihak mungkin saja memperoleh informasi yang pihak umum mungkin tidak memperolehnya. Pengujian terhadap hipotesis ini dilakukan dengan cara menganalisis prestasi berbagai portofolio yang dikelola secara profesional oleh kelompok-kelompok yang mungkin mempunyai informasi khusus.

5. Implikasi bagi strategi investor

Harga saham memang merefleksikan informasi kepada publik, maka kebanyakan saham terlihat dan dinilai secara wajar. Hal ini berarti bahwa perkembangan baru dapat menyebabkan harga saham membumbung tinggi atau tenggelam, tetapi hal ini berarti bahwa secara umum saham tidak dinilai terlalu tinggi atau terlalu rendah. Harga saham ditetapkan secara wajar dan dalam ekuilibrium.

Ada tiga tipe analisis yang dapat dijumpai dipasar modal,

- 1) *Technical analysts*, analisis ini akan mempelajari catatan harga saham dimasa yang lalu dan mencari pola musiman tertentu dari perubahan harga di masa lalu tersebut. Persaingan antar para analisis teknis ini membuat harga saat ini mencerminkan semua informasi dalam urutan harga diwaktu yang lalu. Perubahan harga di waktu yang lalu tidak dapat lagi digunakan sebagai alat prediksi sekarang.
- 2) *Fundamental analysts*, analisis tipe ini lebih banyak mempelajari bisnis perusahaan dan mencoba membuka informasi tentang probabilitas yang akan memberikan informasi baru terhadap harga. Persaingan diantara para analisis ini membuat harga tidak dapat diprediksi karena semua informasi yang relevan telah tercermin pada harga saham saat ini.
- 3) *Market timing*, analisis tipe ini sebenarnya merupakan pengembangan dari tipe analisis teknik. Tipe analisis ini pada dasarnya berusaha mencari waktu yang tepat kapan sebenarnya pemodal membeli atau menjual.

B. Landasan Teori

1. Anomali pasar

Suatu anomali dapat disebut sebagai suatu ketidakteraturan yang memang eksis dan tidak berlangsung lama di pasar modal. Anomali adalah perilaku harga sekuritas yang tidak dapat dijelaskan dengan teori-teori yang biasanya dipergunakan untuk memperkirakan pergerakan sekuritas seperti *Single Index*

Model dan Capital Asset Pricing Model. Beberapa anomali yang ditemukan pada penelitian di pasar modal adalah sebagai berikut:

1) *The January effect*

Merupakan kecendrungan tingkat keuntungan yang dihasilkan pada bulan Januari lebih tinggi dibandingkan dengan bulan-bulan yang lain . fenomena ini pertama kali ditemukan oleh Rozeff dan Kinney (1976)

2) *Day of the week effect*

Prilaku harga sekuritas pada hari tertentu memberikan *rate of return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan hari-hari yang lain dan prilaku harga sekuritas pada hari-hari tertentu memberikan *rate of return* yang lebih rendah dibandingkan dengan hari-hari yang lain. Seperti penelitian French (1980) yang menganalisis harian saham selama tahun 1953 – 1977 dan menemukan terdapat tendensi adanya negatif *return* pada hari Senin dan pada hari yang lainnya positif. Agrawal dan Tandon (1994) menemukan adanya negatif *return* pada hari Senin yang terjadi pada sembilan negara, pada hari Selasa terjadi pada delapan negara dan terdapat positif *return* yang terjadi pada hari Jumat pada tujuh belas negara dari delapan belas negara yang diteliti.

3) *Size effect*

Adanya kecendrungan dari saham-saham perusahaan yang berskala kecil memberikan *return* yang lebih besar dibandingkan dengan saham-saham perusahaan dengan kapitalisasi besar. Seperti penelitian Keim (1983) dan Reinganum (1983) menunjukkan terjadinya *abnormal return* pada

perusahaan kecil yang terjadi selama dua minggu pertama di bulan Januari. Hipotesis Rolls (1983) menyatakan bahwa volatilitas yang lebih besar pada saham-saham perusahaan kecil menyebabkan banyak investor yang menderita *short-term capital losses* sehingga investor menginginkan *income tax purposes* sebelum akhir tahun.

4) P/E rasio yang rendah (*low P/E ratio*)

Beberapa pemodal meyakini bahwa saham yang memiliki PER rendah akan memberikan keuntungan yang lebih besar dibandingkan saham dengan PER yang tinggi. Apabila pasar modal dalam keadaan efisien, maka hubungan antara PER dan *return* tidak ada. Seperti penelitian Basu (1977) menunjukkan bahwa saham dengan *P/E ratio* yang rendah memiliki kemampuan yang lebih baik dalam memprediksi *abnormal return* jika dibandingkan dengan saham yang memiliki *P/E ratio* yang tinggi.

2. Penelitian terdahulu mengenai *January effect*

Dalam bentuk pasar setengah kuat, penyebaran informasi yang tidak simetris di pasar menyebabkan terjadinya *abnormal return* pada keadaan seperti saat pengumuman *stock splits*, sedangkan pada bentuk efisiensi pasar bentuk lemah ditemukan adanya bentuk anomali pasar.

Anomali pasar berupa *abnormal return*, seperti *abnormal return* pada bulan Januari (*January effect*), pengaruh pergantian bulan (*turn of the month*), pengaruh hari besar (*day preceding holiday*), pengaruh hari (*day of the week*),

weekend effect maupun pergantian tahun (*turn of the year*) (Sukmawati dan Hermawan, 2001).

Bukti penyimpangan yang berpola musiman banyak terjadi pada saat pergantian tahun (*January effect*). Banyak penelitian yang mengindikasikan adanya *January effect* dan banyak pula argument yang mencoba untuk menjelaskan penyebabnya. Penelitian di atas kemudian didukung pula dengan penelitian Rogalski (1984) dan Keim (1983) yang mengindikasikan lima hari pertama pada bulan Januari. *January effect* merupakan penyumbang terbesar pada bulan tersebut. Keim (1986) memperkuat penemuannya terdahulu yang menemukan bahwa 50 % dari *return* yang berbeda terkonsentrasi pada bulan Januari. *Return* saham-saham yang mengalami *January effect* akan mengalami kenaikan yang signifikan dalam transaksi pada awal tahun. Fenomena ini diidentifikasi berulang-ulang sehingga mempengaruhi perilaku investor pasar modal, terutama pada saat menghadapi pergantian tahun. (Reinganum, 1983)

Bentuk penyimpangan ini ternyata tidak hanya milik satu negara tertentu. Awalnya, *January effect* ditemukan hanya pada bursa-bursa Amerika, ternyata dalam studi lain diketahui negara-negara Eropa dan Asia juga mengalami bentuk penyimpangan tersebut. *January effect* yang ditemukan di Eropa dan Asia ternyata lebih tinggi dari pada yang ada di Amerika. (Sukmawati dan Hermawan, 2001)

Banyak penelitian yang dilakukan untuk menemukan penjelasan terjadinya fenomena *January effect* ini. Penelitian-penelitian yang telah dilakukan itu menemukan beberapa hipotesis yang berusaha menjelaskan fenomena ini antara lain:

- 1) *The year-end tax loss selling hypothesis* (misalnya, Branch, 1977 ; Dyl, 1977 dan Schultz , 1985)

Sudah menjadi pendapat umum bila suatu perusahaan memiliki kinerja yang buruk, maka akan berdampak pada pergerakan harga sahamnya sehingga akan terjadi tekanan jual terhadap saham perusahaan tersebut yang berakibat turunnya harga saham perusahaan tersebut. Pada akhir tahun biasanya para investor akan mengevaluasi portofolio sahamnya. Biasanya investor akan menjual saham-saham perusahaan yang berkinerja buruk. Investor melakukan hal itu dengan tujuan memperbaiki kinerja portofolio saham dan investasi lain yang dimilikinya dan merealisasikan kerugian harga saham tersebut dengan kalkulasi akuntansi akhir tahun, sekaligus juga mengurangi beban pajak. Kemudian pada awal bulan Januari biasanya tekanan aksi jual akan hilang dan harga saham tersebut secara perlahan-lahan akan mengalami kenaikan karena terjadinya akumulasi beli terhadap saham tersebut.

Schultz (1985) meneliti tentang saham-saham perusahaan kecil dibandingkan dengan DJIA dan terdapat perbedaan *return* pada dua hari perdagangan terakhir pada bulan Desember hingga hari kedelapan bulan Januari, tetapi hal tersebut tidak pernah terjadi sebelum tahun 1917 sebagai akibat dari peraturan *income tax* yang diberlakukan pada tahun 1917. Hal ini membuktikan bahwa *January effect* terjadi karena *tax loss selling*.

2) *The window-dressing hypothesis* (misalnya, Haugen dan Lakonishok (1988): Ritter dan Chopra (1989)

Hipotesis ini hampir mirip dengan *the tax year-and tax loss selling hypothesis*, yaitu aksi jual terhadap saham-saham perusahaan yang berkinerja buruk diakhir tahun. Fund manager melakukan aksi jual terhadap saham yang beresiko tinggi dan berkinerja buruk pada akhir tahun dengan tujuan agar laporan portofolio saham yang dilaporkan pada akhrit tahun ini mengakibatkan turunnya harga saham perusahaan dan biasanya harga saham akan kembali normal pada bulan Januari setelah berakhirnya aksi jual yang membuat turunnya harga saham perusahaan tersebut.

Menurut Haugen dan Lakonishok (1987), manajer institusi dievaluasi berdasarkan kinerja dan filosofi investasi. Untuk meningkatkan kinerjanya institusi akan membeli saham-saham yang beresiko tetapi akan menjualnya sebelum akhir tahun. Pada awal tahun (pada bulan Januari), manajer fund akan membeli saham-saham perusahaan besar dan saham-saham perusahaan beresiko rendah untuk menunjukkan kinerja yang baik pada portofolio sahamnya dan kemudian akan menggantinya dengan saham-saham perusahaan kecil dan beresiko.

3) *The differential information hypothesis* (misalnya, Rozef dan Kinney, 1976)

Menurut Rozeff dan Kinney (1976), *excess returns* pada bulan Januari merupakan dampak dari informasi yang dikeluarkan pada lima hari pertama bulan Januari. Bary dan Brown (1984, 1985) menganggap bahwa perusahaan dengan informasi yang lebih sedikit mempunyai resiko yang lebih besar

dibandingkan dengan perusahaan yang mempunyai informasi yang lebih banyak walaupun *systematic risk* dari kedua perusahaan itu mungkin sama. Sehingga dampak informasi baru yang dikeluarkan oleh perusahaan kecil lebih besar dibandingkan dengan perusahaan besar, dan saham beresiko rendah. Dengan demikian, *excess return* yang didapat dari perusahaan kecil lebih besar dari pada yang didapat dari perusahaan besar..

Hipotesis ini menitikberatkan pada kuatitas informasi yang tersedia untuk perusahaan berbeda yang mengakibatkan tingkat resiko atau tingkat *return* yang berbeda. Hipotesis ini menggunakan asumsi, yaitu: informasi itu harus datang dengan tiba-tiba dan perusahaan kecil mempunyai informasi yang lebih sedikit dibandingkan dengan perusahaan besar.

Menurut Penman (1987), perusahaan akan mengeluarkan berita baik secepat mungkin, biasanya pada awal kuartal dan akan berusaha menunda mengeluarkan berita buruk hingga bulan-bulan terakhir kuartal. Jika pasar bereaksi terhadap informasi tersebut, maka seharusnya akan diperoleh *abnormal return* pada lima hari pertama setiap kuartal.

C. Hipotesis

Berdasarkan landasan teoritis, maka penulis membuat hipotesis sebagai berikut:

Ada perbedaan antara rata-rata *return* pada bulan Januari dan rata-rata *return* pada bulan-bulan selain Januari.